

# 有担保主義の動揺と「信用」問題（一）

近 江 幸 治

## 目 次

### I 序 論

### II 信用 (Kredit) と担保

#### 一 「信用」 (Kredit) とは

#### 二 「信用」の法律学的側面

#### 三 信用と物的担保

#### 四 債権者保護と有担保主義

### III わが国における有担保主義の確立

#### 〔A〕 起債市場における有担保主義

#### 一 社債制度と外資導入の必要性

#### 二 「社債浄化」運動

#### 〔B〕 貸付市場における有担保主義

### IV 有担保主義の崩れ——無担保論の噴き出し

### 有担保主義の動揺と「信用」問題（一）

#### 〔A〕 起債市場における無担保化

#### 一 第一次無担保化——「無担保転換社債」の導入 （昭和四八―五四年）

#### (1) 留保資産（クリアー物件）附転換社債

#### (2) 証券取引審議会基本問題委員会報告

#### (3) 転換原理による無担保化

#### 二 第二次無担保化——転換原理の一般化と完全無担保化（昭和五九―六〇年）

#### (1) 第二次無担保化の意義

#### (a) 海外起債ラッシュ

#### (b) 日米円・ドル委員会の合意

#### (2) 転換原理の一般化（発行制限の大幅緩和）

#### (a) 転換社債発行の弾力化

① 発行企業枠の拡大

② 発行レート（表面利率）の弾力化

③ 発行手続の簡易化

(b) ユーロ円債発行の自由化

(c) 受託制度の廃止

(d) 社債法制の改正

(3) 完全無担保化——「完全無担保普通社債」の発行

(4) 銀行保証社債の解禁

三 第三次無担保化——コマーシャル・ペーパー

(CP)の発行（昭和六二年）

(1) コマーシャル・ペーパー（CP）の意義

(a) 短期資金導入手段としてのCP

(b) 無担保借入れの典型としてのCP

(2) コマーシャル・ペーパー発行の経緯……（以上）

本号

〔B〕 貸付市場における無担保化

一 無担保化の現状

二 無担保化の要因

産業構造の変化

金融構造の変化

V 「無担保」の意味と信用制度——担保と信用との

関係

〔A〕 起債の場合において

一 第一次無担保化

二 第二次無担保化

三 第三次無担保化

〔B〕 貸代の場合において

VI 結語

## I 序論

近時、無担保による起債や借入れが盛んに行われている。それを一つの新しい現象と把握できるならば、この現象は信用（Kredit）との関係でどのように理解されるべきことなのであろうか。本来、「担保」制度とは、一つの「信用」手段であって、債権関係（Schuldverhältnisse）を成立せしめるものであると同時に、債権者の保護の制度であ

る。この債権者の保護の要請から、有担保主義（ないし担保主義）が確立されてきたのである。そして、この要請の下で、一般の金銭の貸付においてはもとより、企業が社債を発行する場合においても、従来、厳格にこの主義が採られてきたのである（尤も、「有担保主義」という用語自体は、前者の金銭貸付の場合は当然のこととして殆ど表面化しておらず、むしろ、後者の社債発行の基本的原則として一般に使われていたように思われる）。

ところが、今日、社債発行の場合（起債市場）には相当程度無担保化が進み、有担保起債という原則すら崩れてしまったといつてよいであろう。のみならず、一般の金銭貸付の場合（貸付市場）においても、有担保貸付（担保主義）が基本としては存在しているのは事実だが、反面、無担保貸付の行われる場合やその領域が広範に広がっており、無担保化という一つの傾向ないし現象が見られるのも事実である。

このような現象を如実に観察するならば、有担保主義の動搖、すなわち無担保化への動きは、現代の金融担保法の領域における極立った特徴として捉えることができるのである。しかし、さきに付言したように、担保とは一つの「信用」(Kredit) 手段であることには変りはない。「信用」によって、金銭の貸し借りが行われ、るのであり、債権関係が創出されるのである。とすると、無担保化ということは、担保に代わる何がしかの信用手段（信用補完手段）が必要とされなければならない、とするのが論の帰結であろう。ここにおいて、結局のところ、信用と担保との関係が改めて問い直されなければならないのである。

それ故、かかる観点から、有担保主義から無担保化への現象過程を観察して、金融法における無担保化のもつ意味を解明すると同時に、無担保化と信用との関係を整理しようとするのが本稿のねらいである。

## II 信用 (Kredit) と担保

### 一 「信用」(Kredit) とは

経済学で、広く「信用」(Kredit)というとき、それは、「商業信用」、「銀行信用」、「消費信用」の三つを包摂している。商業信用は、流通過程において、流通時間・手続・費用等の節約のために、掛売の形式でなされるところの、商品と対価との異時的交換関係である。また、銀行信用は、生産過程において、遊休資本を自己に集中させた銀行が、産業資本の生産過程のために投入する貨幣の前貸である。生産過程にあつては、投下資本が利潤を生み出す構造にあるところから、銀行の主たる活動場面がここにあるといえるのである。更に、消費信用は、投下資本が利潤を生み出さないところのいわゆる消費過程において、消費者に対してなされる貨幣の貸付ないし掛売の関係である<sup>(1)</sup>。

以上、「信用」は三つの類型に分類されるが、これらを総合して「信用」ということを抽象化させた場合、次のように捉えることができよう。すなわち、貨幣(資本)を投下した場合に、その貨幣自体が利潤を生むかどうかという側面は別問題として、それが一定期間の後に等価交換関係に引き戻されるものだということである。つまり、本来同時的等価交換関係にあるべきものが、前貸ということで、異時的等価交換関係というものに転化せられているのである。このことは、流通過程における掛売の関係においても、生産過程、消費過程での貸付の場合でも等しく言えることである。例えば、金銭を貸し付ける場合、または、売買において代金が目的物の引渡よりも後に支払われる場合(II掛売)——共に世上では信用供与といわれる——、本来同時的交換関係にあるものが、異時的交換関係に移行せし

められているもの<sup>(2)(3)</sup>だということがわかるであろう。

それ故、「信用」とは、本来の同時的交換関係を異時的交換関係に移行せしめたもの、異時的交換関係を創出せしめた当事者の関係、として理解することができるのである。

## 二 「信用」の法律学的側面

このように、「信用」は異時的交換関係を可能にせしめるものであるが、この関係は、法律学的には、「債権」と「債務」の関係として現われることになる。<sup>(4)</sup>すなわち、債権・債務関係<sup>(5)</sup>は、異時的交換関係の法律的表现に他ならない。従って、債権債務関係を発生せしめているのが、「信用」ということになるのである。

ところで、金銭貸付の場合、または、商品の前貸し（掛売）の場合、通常は、その相手方を信用して——すなわち、返してくれるであろうと信じて、または払ってくれるであろうと信じて——行うのである。ここで、相手方を信用するとは、具体的には、相手方の「返済能力」と「返済意思」とに対する信頼であると考えてよいであろう。この「返済能力」と「返済意思」とが、貸付や掛売りを可能にする「信用」(Kredit)なのであり、債権債務の発生を可能にするものである。

それ故、法学では、経済学と異なり、返済能力と返済意思とが、債権債務関係の基礎として重要な位置を占めてくるのである。尤も、返済意思は個人的主観的問題なので法律の表面には殆ど浮上せず、専ら返済能力が重視されることになる。従って、債権債務の発生は、債務の返済能力如何にかかってくるのである。そうすると、「信用」と

は、法律学上はこの返済能力中心に判断されることになるのである。

### 三 信用と物的担保

このように、信用は返済能力を中心に考えられるわけであるが、能力といっても、個人間の関係が希薄化した近代社会にあつては客観的な返済能力のみを問題とせざるを得ないのである。保証や担保の制度は、まさにかかる客観的な返済能力を保障する制度として登場してくる。本来返済能力と返済意思とに依拠していた「信用」は、近代社会ではこのような形、すなわち、保証や担保の制度として現われると共にそのようなものとして理解されているのである。

更に、大量取引の要求される資本主義社会にあつては、「信用」も客観性のみならず、確実性・安全性が要求されてくる。かかる観点から、保証などの人的担保と物的担保（担保物権）とを比較した場合、後者が優れていることはいうに及ばず、従つて、物的担保は近代法における「信用」制度の中心に位置してくるのである。<sup>(6)</sup>そのようなことから、物的担保制度は、いわば、近代社会の最も重要な信用制度として把握されうるのである。

### 四 債権者保護と有担保主義

金銭の貸付（ないし商品の掛売）という債権関係において、それを成立せしめたものが「信用」であることは、叙上の説明から理解できたであらう。そして、その「信用」とは人的・物的の担保制度と一般に理解されているのである。そうすると、債権関係の発生すなわち、金銭貸付（ないし商品の掛売）<sup>(7)</sup>が行われるには、信用上担保の裏付けが

必要だということになる。世上の、貸付には信用として必ず担保が必要だという考え方が一般化してくるのは、そのことを如実に表わしているものに他ならない。これを担保主義ないし有担保主義（原則）と呼んでいる。<sup>(8)</sup>

有担保主義は、いうまでもなく、債権者保護の制度である。金銭貸付において、とりわけ物的担保を付ける場合は、債権者は、確実的・客観的・安全的に保護されるのである。そこで、I序論で叙したことに関係づけるが、近時の無担保化融資はこの債権者保護との関係で一体何を意味しているのだろうか。担保主義→無担保化が債権者保護を否定ないし等閑視するということではないであろう。そうすると、「信用」というものは、この無担保化現象の中でどのように理解されるのであろうか。或いは、「担保」に代る何らかの「信用」の手当てがなされているのか。

以下では、このような観点から無担保化の現象を追ひ、その実態を探ることにする。なお、金銭貸付といつても、無担保化が典型的に見られるのは起債（社債発行）の場合であるので、起債と一般貸付とを分ち、前者を「起債市場」、後者を「貸付市場」という範疇<sup>(9)</sup>として、以下論ずることにする。

(1) かかる「信用」の意義と内容については、舞出長五郎『改訂理論経済学概要』二八九―二九四頁、川合一郎『川合一郎著作集』第二卷三六頁以下、同「資本主義と信用制度」川口弘『川合編『金融論講座1』所収一頁以下、竹村脩一「信用と信用形態」川口弘川合編『金融論講座1』所収四九頁以下、竹村編『金融経済論』三三頁以下〔菅知彦〕、四五頁以下〔竹村脩一〕、阿部真也「消費者信用」川合編『現代信用論(下)』所収三三頁以下などに詳しい。

なお、法律学的観点から「信用」を論じたものに、鈴木祿弥「担保制度の分化と信用制度」川合編『現代信用論(上)』所収八九頁以下、富山康吉「信用制度の法的側面」川口弘川合編『金融論講座1』所収二五九頁以下がある。簡潔なものとして、横俤次『担保物権法』一一三頁参照。

(2) 竹村編・前掲『金融経済論』三三頁〔菅知彦〕参照。

有担保主義の動搖と「信用」問題 (一)

- (3) この異時的交換関係の成立を可能にするのが「信用」(Kredit)であることは、本文に説明する通りであるが、更に重要なことは、同時的交換関係と異時的交換関係の間隙を埋めるもの、つまり、両者の等価値性を維持せしめるものが、「利息」(Zinsen)だということである。
- (4) 竹村編・前掲『金融経済論』三三—三四頁〔菅〕、竹村・前掲「信用と信用形態」四九頁以下、富山・前掲「信用制度の法的側面」二五九頁以下。
- (5) 債権債務関係は、基本的には、異時的交換関係の法律的表现である。ただ、民法においては債権債務関係ないし債権関係とは、Schuldverhältnisseの訳語として使われている。この場合は、法理論上より技術的に、主たる債権債務の対立関係の他、附随義務までも含めたものとして理解されていることを注意すべきである。
- また、債権関係は、民法上は不法行為、不当利得、事務管理など広範な社会関係を包括する概念でもあるが、本稿では信用との関係を問題としていることはいうまでもない。横・前掲書四頁参照。
- (6) なお、「信用保証協会」による保証など、人的担保の一つとしての機関保証は現在では極めて重要な担保（信用）制度であるが、これはまた別の意義を有しているものである。具体的には、Vで問題となる。
- (7) 「掛売」という流通過程における異時的交換関係（債権関係）においても、その基礎が「信用」すなわち「担保」であり、「貸付」の場合（生産過程、消費過程）と変るところがないことは、I・IIで叙した通りである。ただ、本稿では、貸付または借金の際の有担保主義の問題を扱う関係で、流通過程における信用の問題は一応除外しておくことにする。
- なお、流通過程は、流通過程特有の「信用」ないし「担保」制度を発展せしめた。すなわち、流通過程における異時的交換関係に本来要求される「信用」として、従来の「担保」ではなく、供給物それ自体を押えておく、いわゆる所有権留保制度の発展である。被供給者に物的担保物の存しない場合、この方法は唯一の売掛債権保全方法であり、後述する無担保化現象と共通する基盤の存することを見逃せないのである。
- (8) 高木多喜男『担保物権法』二頁参照。Iで附言したように、「有担保主義」は貸付の場合は自明の理とされているので、担保物権法の教科書ではそれほど強調されてはいない。
- (9) この区別名称は、樋口克次「無担保社債導入について」大阪経大論集一九九〇一六—一六二五頁の用法を承継している。



### III わが国における有担保主義の確立

#### 〔A〕 起債市場における有担保主義

##### 一 社債制度と外資導入の必要性

わが国の社債制度は明治二三年の旧商法典にはじまるが、現在のような社債制度が法制上整備されたのは明治三二年の新商法典である。これが、後の社債制度の一般準則となるとともに、無担保社債を対象とする法制であつた。<sup>(1)</sup>しかし、このような法的整備をまつことなく、既に明治二〇年代から、鉄道、紡績を中心に起債が行われ、社債制度が事実上緒についていたといわれる。

この時期の日本の資本主義は、全般的な資本不足であるとともに、市中の金利はかなり高利であつた。そのため、早くから、大隈重信、伊藤博文らを中心に外資輸入論があつたが、しかし、反対論が強かつた。ところが、日清戦争によつて事情は一変した。軍需によつて大きく膨張した生産は、国内の著しい資本不足を認識せしめたのである。<sup>(2)</sup>その結果、豊富で低利な外国資本に目が向けられ、それまで反対の強かつた外資導入論がいきおい優勢を示してくるのである。<sup>(3)</sup>とりわけ、日露戦争の遂行にあたっては、外資の導入なくしてその勝利はもたらされなかつたのである。<sup>(4)</sup>このように、明治三〇年代後半においては、外資の導入問題はいわば極限に達していたのである。他方、イギリスをはじめとする外国資本もまた、未知数の日本市場をマークしていたが、ただ、新興国の投資に対する安全性の考慮から抵当制度の改革を要求し、「抵当法さえ改正すれば出資するも差支えなし」という態度をとつていた。<sup>(5)</sup>そこで、わ

が国内でも抵当制度の改革の論議がおこり、明治三八年に至って、担保附社債信託法と共に、その裏付けとなる財団抵当制度（工場抵当法、鉄道抵当法、鉱業抵当法）が制定されたのである。

これによって、社債権者保護としての、わが国の起債における有担保主義のステップが築かれたのである。尤も、これによって、担保附起債が活況を呈したというわけではなく、外債の多くは無担保であったし、内債での担保附は三分の一ほどであった。これは、「経済界に担保附社債を発行する会社がかえって信用を疑われるという気風があった」<sup>(6)</sup>からであるといわれる。

## 二 「社債浄化」運動

このように、担保附起債の方法が創設されても、無担保債の増加は著しく、手続の大変な担保附社債はそれほどの昂まりは見せなかったのである。従って、担保附社債がこの時期に導入された意義は殆ど不明であると言いうるのである。<sup>(7)</sup>ところが、大正末から昭和初期にかけての慢性的不況に際し、社債償還の不能となる事件が続発した。この事態に際して、銀行、信託、保険会社からなる「五日会」は、昭和六年六月五日に、今後発行する社債を原則としてすべて担保附とし、かつ、償還を確実にするために減債基金附とすることにし、昭和八年五月五日にはこの一致事項について強力な申し合わせがなされたのである。<sup>(8)</sup>これを、「社債浄化」運動と呼んでいる。

この社債浄化運動の結果、有担保とした起債が漸増していった。そして、昭和九年には、担保附社債が無担保社債を凌駕するに至ったのである。<sup>(9)</sup>他方、この運動にともなって、社債権者を保護する観点から、オープンエンド・モーゲージ（open-end mortgage）<sup>(10)</sup>制度の導入を骨子とする担保附社債信託法の改正がなされた。

このような経緯で、社債権者の保護が強化されたのである。そして、社債は担保附で発行することが原則とされ、今日の、起債におけるいわゆる「有担保主義」がここに始まるのである。

### 〔B〕 貸付市場における有担保主義

一般融資において有担保主義が確立していることについては、もはや説明はいらないであらう。<sup>(11)</sup>ただ、ここであっても、融資の基本姿勢は、たとえ担保があっても返せる当てがなければ貸さないとする、前述の、返済能力と返済意思とに対する信頼なのである（上述Ⅱ・二参照）。

しかし、有担保主義が浸透することにより、物的担保の有する物的確実性が「信用」を客観的に表現するもの（Ⅱ・三参照）として捉えられはじめると、担保さえあれば融資をするという、いわゆる担保至上主義につながることは否めない。近代社会にあつては、このような傾向をも含んだものとして、有担保主義が確立しているといえよう。

なお、銀行取引約定書四条および長期信用銀行法七条などは、貸付における有担保主義を表明している法規定であるとされる。<sup>(12)</sup>

- （1） 鴻常夫『社債法』七五頁。
- （2） 明治三〇年以降の資本不足は著しく、私有鉄道をはじめ民間企業の中には、一割を超える高利の社債発行や借入れを余儀なくされたものも少なくなかったといわれる。野田正穂『日本証券市場成立史』一七九頁参照。
- （3） 開国以後の外資導入論については、野田・前掲書一七三頁以下に詳しい。
- （4） 井上晴丸「独占資本主義の確立」岩波講座『日本歴史19』所収一〇九頁以下。

- (5) この間の事情につき、清水誠「財団抵当法（法体制確立期）」講座『日本近代法発達史4』所収一〇五—一一八頁。
- (6) 清水・前掲論文一三六—一三八頁。志村嘉一編『日本公社債市場史』六四頁〔小林和子〕。
- (7) 志村編・前掲『日本公社債市場史』六四頁〔小林〕。
- (8) 志村編・前掲『日本公社債市場史』六四—六六頁〔小林〕、清水・前掲論文一三八頁、鴻・前掲書六九頁。
- (9) 尤も、その後は再び低下し、担保附社債が定着して原則化されるのは、昭和二四年になってからである。清水・前掲論文一三七頁所掲「第五表」参照。
- しかし、昭和一〇年頃以降の日本経済は、戦時時局統制経済に入ったことを忘れてはならない。大企業は政府の特別の措置によって融資を受け得た結果、民間の信用制度は閉塞していったのである。従って、右担保附社債の低下が、そのまま担保附起債の敬遠に繋がっているわけではないのである。また、因みに、昭和一六年三月に制定された一般担保（ゼネラル・モーゲージ）により、巨大企業は、財団抵当によらずに社債発行や借款ができるが、これもまた戦時立法として位置づけられるのである（清水・前掲論文一四〇頁参照）。
- (10) オープンエンド・モーゲージ制度とは、社債の総額を定め、その限度内で同一順位の担保権を有する社債を数回に分けて発行し、後の社債権者も先の社債権者と同一順位の担保権を享有するものである、担保によって確実に社債権者を保護しようとする制度である。
- (11) II・註8参照。
- (12) 樋口「無担保社債導入について」大阪経大論集一五九―一六一号六二五頁。

#### IV 有担保主義の崩れ——無担保論の噴き出し

##### [A] 起債市場における無担保化

無担保化の要求は、まず、起債市場で始まった。昭和四〇年代後半のことである。海外市場では無担保起債が普通であったし、また、何よりも、発行会社にとっては、社債を無担保で発行すると、有担保起債に比べ、煩雑な発行手

続と担保管理費用を大幅に節約できるのである。その強力な無担保化論を背景に、わが国の社債における有担保主義は動揺し、欧米と同じく、ついに無担保化への途を開かざるを得なくなってきた。この無担保化の動き（施策）は、昭和四〇年代後半から現在に至るまで、徐々にではあるがしかし確実に展開されてきたのであり、しかも近時においてはますますその歩を早めているのである。

無担保化のための施策は以下で見る通り諸々であるが、それらを現象論的に整理するならば、以下の三つの現象として捉えることができる。すなわち、第一次は、株式への転換の原理を導入し、転換社債とすることにより無担保化を可能にしたことである。いうまでもなく、投資メカニズム原理への依存である。第二次は、その転換社債を発行する条件を大幅に緩和して発行を容易にし、且つ発行会社の枠を拡大するとともに、完全無担保普通社債の発行が認可され、無担保化の一つの終局的方向がここに求められたことである。第三次は、無担保化の他の方向として、その典型とされるコーポラル・ペーパー（CP）の発行が認可されたことである。現在においてその発行条件こそ厳しいものの、これによって無担保化の目的が達成されようとしているのである。

このような形で、起債市場における無担保が進められてきたのである。以上の現象の背景には、それらを隆起せしめた経済的要因の存在することは勿論であるが、政治的事情もまた存在することは見逃せない。とりわけ、アメリカとの経済摩擦（金融市場の自由化圧力）や、わが国におけるいわゆる「垣根論争」等の政治的要因である。これらの問題を含めて、以下で述べよう。

# 一 第一次無担保化——「無担保転換社債」の導入（昭和四八―五四四年）

(1) 留保資産（クリアー物件）附転換社債の発行（昭和四八年一月）

転換社債による無担保化への第一歩として、昭和四八年一月に、いわゆる「クリアー条項」附転換社債の発行が認められたことが挙げられよう。この経緯は、まず、昭和四七年八月に、三菱商事と小松製作所が無担保転換社債の発行を希望したことによって始まり、無担保化起債の論議が俄に浮上したのである。この動きに対し、全受託銀行は、すかさず同月、「意見書」「無担保社債の発行について」を大蔵省に提出し、有担保主義がわが国の金融秩序を支える柱であることを強調して無担保論を厳しく牽制した。<sup>(1)</sup>

しかし、この無担保転換社債発行の気運は、証券四社からの積極的な支持を受け、結局、その妥協として、超優良の企業（純資産四五〇億円以上）に限り、特約物件（クリアー物件）を留保し、且つ配当制限条項を付すことによってその発行が認められたのである。<sup>(2)(3)</sup> いわゆるクリアー物件附無担保転換社債であり、昭和四八年一月、三菱商事等五社によって発行された。

(2) 証券取引審議会基本問題委員会報告（昭和五二年一〇月）

この無担保化論議の流れの中で、無視できないのが、昭和五二年一〇月の、証券取引審議会基本問題委員会の報告「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」である。これによると、画一的に有担保原則を貫くと、財務内容の良い企業にとっては、発行コストを高めたり、また物的担保を有しない場合は外債発行に押し遣ることになるがそれは変則的な事態であって、もはや「投資家保護というような名分のもとに有担保原則を固守すべきでない」として<sup>(4)</sup>いる。

このような意見に支えられて、無担保化論は次の本格的な段階に入っていく<sup>(5)</sup>。

### (3) 転換原理による無担保化

担保とは、当事者間の信頼関係が破壊した場合の最終的な段階において債権者を保護する制度である。担保附社債は基本的にこのような原理に立脚している。ところが、株式への転換権を社債権者が持つところの転換社債は、社債権者から見ると全く異った原理の上に立っているものである。株式に転換することは、証券市場に放出することであって、リスクとリターンの交錯する投資市場に社債権者を置くことに他ならない。つまり、投資のメカニズムの原理への転化である。ここでは、すべてが自己決定・自己責任の原則に依拠しているのである。それ故、社債権者は、債権者というよりもむしろ、投資家として把握されることになる。従って、債権者保護という理念自体が失われてくる。そして、これこそ、まさに、アメリカやスイスにおける無担保社債の本来の姿なのであった。

これに先鞭をつけたのが、昭和五三年七月のイトーヨーカ堂の無担保外債と、昭和五四年三月のシアーズ・ローバックスの日本での円建て無担保債である<sup>(6)</sup>。そして、昭和五四年四月、松下電器産業がわが国ではじめて、クリアー物件の附かない無担保転換社債を発行し、転換原理による無担保化への途を開いたのである。松下電器がこの発行に踏み切ったのは、「担保付社債の場合、担保の設定や管理のために発行費用がかさむほか、すでに同社は五十年に米国で無担保転換社債を発行しており、その財務制限条項のひとつに『純有形固定資産の一〇%超の担保付き債務を持ってはならない』という条項があるため<sup>(7)</sup>」だといわれる。しかし、無担保化は、産業構造の変化に伴って、鉄鋼や電力などの重化学工業だけでなく、商社、建設、流通など物的資産に乏しい企業からの要求が強く、松下電器の右無担保債

発行は、このような傾向の中から生じてきたものと捉えられよう。<sup>(8)</sup> 勿論、この場合、担保に代わる重要な「財務制限条項」が加えられるが、これについては後に述べよう。

## 二 第二次無担保化——転換原理の一般化と完全無担保化（昭和五九—六〇年）

### (1) 第二次無担保化の意義

昭和五九年から六〇年にかけて、社債発行の際の無担保化は極度に促進され、いわば完全無担保化が目ざされた。まず、第一次において無担保化を推進せしめた「転換」原理は定着し、一般化して、転換社債発行制限の大幅緩和となった。他方、無担保化の終局であるところの、完全無担保普通社債の発行が認められるに至ったのである。この二つが、この期における大きな特徴である。

このような無担保化の施策がとられた背景には、次の二つの原因があった。第一は、昭和五八年以降の海外起債ラッシュである。第二は、昭和五九年五月のいわゆる「日米円・ドル委員会」による金融市場の開放・自由化の合意である。次に、この二つの事情を観察しよう。

(a) 海外起債ラッシュ 海外起債は、発行制限の緩和された昭和五〇年頃から増えはじめ、とりわけ、昭和五四年に外国為替及び外国貿易管理法が改正されて、対外取引が自由化されるとともに、外債発行が許可制から事前届出制に移行したことにより、めざましく伸長した。因みに、昭和五八年には、日本企業の海外資金調達比率は四五・三%<sup>(9)</sup>上、社債のみでは五五・一%（転換およびワラント付だけでは六三・三%）である。大企業はもとより、未上場の中小企業までが海外起債に走ったのである（特にスイス市場での起債が著しい）。



この海外起債ラッシュの要因としては、次のものが挙げられよう。<sup>(10)</sup> すなわち、第一に、国内起債の手続の煩雑さである。とりわけ、スイス市場においては、次のコスト・クーポンレートの低水準とともに、手続が簡便である。<sup>(11)</sup> このため、スイスフラン建て起債には目を見はるものがあつた。第二に、海外市場での発行コストの低いことである。わが国では、クーポンレートが硬直的な金利体系に基づいて決定されるためである。<sup>(12)</sup> 第三に、国内起債における有担保主義の原則性という障碍である。海外での起債は無担保が原則なのである。無担保起債は無視できない担保管理費用の節約をもたらすが、他方、物的担保に乏しい企業にとっては最大の恩恵となるのである。

(b) 日米円・ドル委員会の合意(昭和五九年五月) 昭和五八年一月の中曽根・レーガンによる日米首脳会談の主要なテーマであつた円・ドル問題解決のために、それを承けた日米蔵相共同声明(同月)で日米財務当局者合同アド・ホック・グループ(「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合」(いわゆる「日米円・ドル委員会」)が設置された。そして、昭和五九年五月、ローマで開かれた日米円・ドル委員会第六回会合により、「報告書」が提出され、その中で、これまでのアメリカ側の要求であつた金融市場の開放と自由化への方策が具体的な形で示されたのである。起債関係について見れば、非居住者・居住者によるユーロ円債発行が昭和五九年中に緩和され、ユーロ債市場の一般的特性に従つて扱われるべきことが表明されたのである。<sup>(13)</sup> わが国の金融市場の閉鎖性に対するアメリカ側の強力な政治的圧力でもあつたことはいうまでもない。

以上の二つの動きは、わが国内市場での硬直した起債形態を海外起債(とりわけ、アメリカ、ユーロ、スイス)形態と同一化させようとする方向性を持つものであつた。社債の「無担保化」はその一環でもある。

(2) 転換原理の一般化（発行制限の大幅緩和）

右に述べたように、特に昭和五八年以降においては、社債（普通、転換、ワラント付を含む）はその半分以上が海外で起債されたのである。このことは、国内起債市場離れを意味している。それが金融各方面で問題化し、結局、起債の海外シフトをくい止めるために、国内市場の活性化を図る策が講じられねばならなかった。そのために、転換社債の国内での発行条件を大幅に緩和する必要に迫られ、以下に示すような種々の策が施されたのである。そして、結果的には、そのような緩和策が効を奏し、昭和五九—六〇年には、はや、国内転換社債発行額が海外での発行額を上回り、上場企業の資金調達については国内転換社債への傾斜が見られるのである。<sup>(15)</sup>

転換原理は無担保化の肩代りとなるべきものであることは先に叙したが、発行条件の大幅緩和は、転換原理（無担保化）を一般化（国内市場への定着）することを意味する。それによって、結果として、無担保化は中企業以下にまで浸透していった。具体的には、以下のような諸方策がとられることになる。

(a) 転換社債発行の弾力化 「弾力化」とは、一般に金融関係において起債の緩和全般を指す用語として使われているが、<sup>(16)</sup>ここでは便宜上、より限定して、技術的な緩和策のみを指しておこう。次のような施策が挙げられる。<sup>(17)</sup>

① 発行できる企業の増加 無担保転換社債の発行可能の企業を、昭和五九年四月にはそれまでの二五社から一一〇社に（このうち、一七社は無担保普通社債の発行が可能）、昭和六〇年四月には二〇〇—三〇〇社に拡張された。

② 発行レート（表面利率）の弾力化 既述したように、これまでのクーパーレートは、硬直的な金利体系を

基礎に決定されてきたが、「格付け」やディスクロージャーを導入して（後述V参照）、収益力などの面から弾力的に決定しようとするもの。

③ 発行手続の簡便化 起債の際の有価証券届出書の作成・提出等の簡略化である。

(b) ユーロ円債発行の自由化 ユーロ円についてはわが国の金融当局のコントロールが直接には及ばないため、ユーロ円市場の拡大が国内の金融市場へのはね返りをもたらし、金利体系の攪乱など金融政策上好ましくない<sup>(18)</sup>とされ、これまでユーロ円債の発行は厳しく制限されてきた。しかし、ユーロ円市場の自由化は、日米首脳会談の重大な懸案事項であり、日米円・ドル委員会ではその自由化への合意が見られたのである。

その結果、ユーロ円債については、居住者発行・非居住者発行を問わず、ユーロ円債市場における一般的特性<sup>(19)</sup>に従うことが原則とされ、発行の自由化が促されたのである。しかし、居住者発行分については源泉徴収税が課されるため、五九年中は全く発行されなかった。源泉徴収課税は、金融市場の解放・国際化という世界的風潮の中での桎梏であり、昭和五九年のフランスに続きドイツもこの課税制度を撤廃した。わが国でも、昭和六〇年四月に撤廃されることになった。これに照応して、同四月、ファナック、日清紡績、積水ハウス、三洋電気などが、日本企業初のユーロ円債（転換社債）<sup>(20)</sup>を発行した。

このユーロ円債発行の自由化が、わが国の起債制度に与えた影響は極めて大きい。さきのユーロ円債市場の一般的特性からして、ユーロ円債は、無担保、手続簡便、低発行コストがその特質であり、わが国の起債制度はこの線に沿って改革が進むことになるのである。それ故、ユーロ円債の解禁は、わが国の社債市場を国際的な原則の通用する市

場に改善する契機となったのである。<sup>(21)</sup>

(c) 受託制度の廃止 昭和五九年九月には、昭和六〇年四月に発行の予定された世界銀行の円建て外債につき、わが国の社債制度の基幹である受託制度の廃止が打ち出された。受託制度は、社債発行企業が利払い不能の場合、受託銀行が社債を買取り、社債権者に損失を与えないという機能をもつものである。従って、この制度の廃止は、その肩代りとなる「格付け」制度の導入されるべきことを意味するのである（後述V参照）。

ただ、担保附社債では受託銀行の設置が義務づけられているので、当面、無担保転換社債についての受託廃止が論議を呼んでくるが、いずれ社債の有担保原則の見直しに波及する問題である。<sup>(22)</sup>

なお、夙に、昭和五九年七月、大蔵省は、有担保原則や受託会社制度を見直す方針を固め、社債問題研究会（会長花村仁八郎経団連副会長）に対し、年末を目途に改革案をまとめるよう求めた。<sup>(23)</sup>

(d) 社債法制の改正 昭和六二年六月、法務省は社債制度の全面的見直しとして、①社債発行限度枠撤廃の可否、②C/P（コーマ・シャル・ペーパー）の性格を含む社債の定義づけ、③受託制度存否の問題、などを中心とした検討事項を、各界の代表者で構成する社債法改正検討研究会に提示した。<sup>(24)</sup>そこでの意見交換を受けて、法制審議会商法部会に設置された社債法小委員会が、昭和六四年国会提出を目途に、その改革案を検討してきた。<sup>(25)</sup>そして、昭和六三年一月には、はや、発行枠撤廃の姿勢が明白にされ、①担保附普通社債、転換社債、外債の発行額は制限しない、②無担保普通社債も一定の財務内容の企業であれば限度を設けない、などの骨子が示された。<sup>(26)</sup>

(3) 完全無担保化——「完全無担保普通社債」の発行

轉換社債にあっては、株式への轉換の妙味により無担保化を可能とするものであった。ここでは、轉換によって展開されるものは投資のメカニズムである。つまり、担保Ⅱ債権保全制度は投資原理に置き替えられたわけである。他方、社債における無担保化は純粹に推し進められることも可能である。すなわち、企業の「信用」力が極度に高い場合には担保という信用手段を必要としないという論理である。その具体化が、「完全無担保普通社債」であり、これはいわば無担保化の究極とも言えよう。

果たして、昭和六〇年一月、超優良企業であるTDKがかかる無担保普通社債を発行したのである。この無担保普通社債は、無担保ということから、抵当権設定登録税不要・受託手数料軽減など発行コストがかなり低下するメリットがあるし、他面、普通社債ということから、自己資本比率を高めない作用がある。轉換社債にあっては、自己資本比率の上昇は必然化するが、その結果として、投資のバロメーターとされる自己資本利益率の低下も必然化してやう。それを回避するために、自己資本を増やさない形で資金を調達する普通社債が選ばれるのである。<sup>(27)</sup>TDKはこのような点に着目したが、ただ、多分に売名行為的でもあったといわれる。<sup>(28)</sup>

いずれにせよ、これによって純粹な無担保化の極限である無担保普通社債発行の突破口が開かれたのである。また、これを可能としたものは、「格付け」の重視とともに厳格な「財務制限条項」の設定であり、<sup>(29)</sup>それなくして無担保化を語ることとはできないが、これについては後述しよう。(V参照)

#### (4) 銀行保証社債の解禁

昭和六二年九月に、大蔵省は、銀行が社債の元利金の支払いを保証する国内普通社債の発行を認める方針を出し、

年内にも第一号が実現する運びとなった。この施策のねらいは、担保資産が少なく担保附社債を発行しにくかった建設、信販・リース、商業などの業種に社債発行の道を開くことにあったが、反面、普通社債発行の多くが海外に逃げている（国内発行は四分の一）ことから、国内市場への引き戻しにもあったのである。<sup>(30)</sup>

### 三 第三次無担保化——コマーシャル・ペーパー（CP）の発行（昭和六二年十一月）

#### (1) コマーシャル・ペーパー（CP）の意義

(a) 短期資金導入手段としてのCP CP (commercial paper) とは、企業が短期の資金導入のために発行する証券である。<sup>(31)</sup> 短期金融は、企業が設備投資以外の回転資金など日々の営業活動の中で一時的に必要とされるもので、従来は金融機関からの間接金融に頼っていたが、信用力のある企業はみずから資金を調達した方が、金利・手続の面でも有利である。こうして発達したのが短期金融市場である。

短期金融については、既に昭和三〇年代中ば以降、コール、手形市場をはじめ、現先（買戻付債権売買）やCD (negotiable certificate of deposit 譲渡性定期預金) などのオープン市場が、銀行のあくなき反対にもかかわらず、形成されてきた。そして、昭和五〇年代に入っては、オイルショックに基因する金融構造の変化のもたらした資金の調達・運用の効率化と国際的な要請によって、短期金融市場が拡大的に発展していった。<sup>(32)</sup> この中で、アメリカで発達したところの、短期金融市場の中核であるとさえいわれるCPの解禁が、内外からの要望を受けて、昭和六二年十一月二〇日に実現するに至ったのである。

CP発行解禁までの経緯には様々な要因がある（後掲(2)参照）が、ともあれ、発行企業から見ると、機動的・

弾力的な資金調達が可能となり、金利・発行手続・発行条件などの面でも、他の手段に比べ有利な短期資金の導入方法が開かれたのであり、これによって、短期金融市場は一段と厚みを増し、多様化したのである。

(b) 無担保借入れの典型としてのCP CPは、企業の信用力をバックとした、無担保で発行される単名の有価証券である。この点が本稿では重要である。その有価証券が約束手形か社債かの論議は別として、CPの本質は、無担保でもって借金を可能とするところにある。そこから、CPが、無担保化の典型とさえ言われるのである。<sup>34</sup> CPの導入にあたっては、銀行界からの強い反対があったが、その理由とするところは、有担保原則を崩すからというものであった。<sup>35</sup> このように、CP導入は、金融制度上において、有担保原則の崩壊と徹底した無担保化を意味するものである。

CPは、短期金融ではあるが、無担保ということをその基本的性格としている。これは、無担保金融の一つの終局的な形態であって、既述した無担保普通社債と並び、現在の無担保化現象を極めて特徴的に表わしているものに他ならないのである。それ故、CPの認可をもって、第二次の方向とは異った、わが国の無担保化の新たな(第三次的)現象と理解することができるのである。

もとより、それを可能としているものは「信用」であり、信用が極めて高い企業(ないし公共団体)でなければCPは発行され得ない。そして、ここでもまた、CPの信用度を示すために、「格付け」は必需となってくるのである(後述V参照)。

## (2) CP発行の経緯

既に一言したように、昭和五〇年代後半から、各企業は、市場金利を基調とする弾力的な短期資金の調達方法の必要性を唱えていた。他面において、多国籍化した日本企業のアメリカ子会社は、高い格付けを得てC Pによる資金の調達を盛んに行っていたのである。<sup>(36)</sup>このようなことから、コール、手形、C Dなどとともに、短期金融市場における花形としてのC Pに対する要請は、益々強くなっていった。それを受けて、産業構造審議会、公社債引受協会、経団連などによって、各方面から検討されるようになったのである。<sup>(37)</sup>

他方、この産業界の実需とともに、C Pの導入を決定づけたものは、昭和五八年一月の日米蔵相共同声明、および、それを承けた日米円・ドル委員会による、円の国際化と日本の金融資本市場の自由化に対する具体的策定である。

このような情勢の中で、まず、大蔵省は、昭和五九年三月三〇日に、銀行局通達「外国で発行された譲渡性預金証書及びコマージュ・ペーパーの取扱業務について」を出し、同年四月一日から国内での海外C Pの販売を解禁した。<sup>(38)(39)(40)</sup>

そして、ついに、昭和六二年一月二〇日、国内でのC Pの発行が解禁され、早々に名乗りをあげていた日立製作所、三菱商事、三井物産、住友商事をはじめ、二五社がその発行に踏み切ったのである。<sup>(41)(42)</sup>また、同日、ユーロ円C Pの発行も、優良海外企業に限定して解禁されたが、翌昭和六三年一月二九日、その限定が解かれ、いわゆる「サムライC P」の発行が解禁された。<sup>(44)</sup>

ところで、この国内C Pの概要を見ると、次の通りである。



形 式……約束手形

期 間……一ヶ月以上六ヶ月以内

発行単位……一億円以上

利付方式……割引方式

取扱業者……証券会社と銀行の相乗り

発行適格企業……暫定的に無担保普通社債の適格基準を援用（約一八〇社）

課 税……源泉徴収税はかからないが、印紙税の階級税率を適用

バックアップライン……バックアップラインなしで発行できる企業を、AAAの格付けを取得した企業に限定

### （三九社）

レート決定、格付け制度（信用度）、階級税率、期間など、様々な、かつ根本的な問題が存するものの、<sup>(45)</sup>「間接調達一色の日本の短期企業金融が、直接調達に踏み出す歴史的な幕開けともいえるべきCP市場のスタート」であり、<sup>(46)</sup>しかも、無担保というCPの基本的性格は、無担保化現象のいわば頂点に立つものであるといえよう。それ故、本稿では、CP制度の導入をもって、無担保普通社債と共に無担保化の新たな段階と見ることにしたい。

（１） 黒沢義孝『債権格付けの実際』四六頁註5、樋口「無担保社債導入について」大阪経大論集一五九―一六一号六二九頁。

（２） 黒沢・前掲書三八頁。

（３） このクリアー物件附転換社債の発行基準は極めて厳しく、企業担保適用基準とはほぼ同じである。黒沢・前掲書五五頁所掲

「表」参照。

(4) 黒沢・前掲書四三頁および樋口・前掲論文六三七頁に依る。

(5) 無担保化は一直線に進められたわけではなく、有担保原則に固執する銀行サイドの強力な反対があり、常に両者は相剋状況にあったのである。それについては、樋口・前掲論文六二八頁以下に詳しい。

樋口論文によると、起債完全自由化論（無担保社債導入推進派）は起債会社の、有担保無担保両主義並存論（無担保社債部分導入派）は証券会社の、有担保主義論（無担保社債導入反対・慎重派）は受託銀行のそれぞれの主張にほぼ合致するといわれる（六二八頁）。ただ、証券会社は、銀行とのいわゆる垣根論争をも捲き込んで、無担保化の実質的な中心的推進母体であったことも否めないであろう。

(6) 日本経済新聞（以下、日経新聞と略す）昭和五三年二月二二日、同新聞昭和五三年二月二六日。黒沢・前掲書五頁・四三頁。

(7) 日経新聞昭和五三年二月二二日。

(8) 日経新聞昭和五三年二月二六日夕刊「やって来る『無担保債時代』」参照。

(9) 小林襄治・高橋文郎・三上哲治・三舛淳一『海外資金調達』一三頁「表1・4」参照。

(10) 前掲『海外資金調達』二一―二七頁に依る。

(11) しかし、リッカーが昭和五九年七月に未償還のスイスフラン建て転換社債を残して倒産したのを機に、企業内容のディスロージャー義務を強化することが申し合わされた（日経新聞昭和五九年八月三〇日夕刊）。

(12) 志村編『日本公社債市場史』三九六頁以下〔中島将隆〕参照。

(13) 以上は、『第二二回大蔵省証券局年報』（昭和五九年版）四八―五六頁に依る。

(14) 日経新聞昭和六〇年一月一六日、同新聞昭和六〇年三月八日。

(15) 日経新聞昭和五九年一月二九日、同新聞昭和六〇年二月一八日。

(16) 例えば、昭和五九年五月三〇日発表の大蔵省「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」前掲『第二二回大蔵省証券局年報』五一頁、志村編・前掲『日本公社債市場史』三八四頁〔中島〕、黒沢・前掲書三頁・二二頁など。

(17) 日経新聞昭和六〇年一月一六日、同新聞昭和六〇年三月八日。

(18) 但し、この点については異論もある。山本幸三(大蔵省国際金融局調査課)「ユーロ円市場をめぐる通説的見解への疑問」日経新聞昭和五九年九月二〇日所掲。

(19) 「ユーロ円債市場の特性」として、日米円・ドル委員会報告書(昭和五九年五月)の「付属文書2」は、次のことを挙げている。すなわち、

「——抵当物件ないし担保は要求されない。

——トラスティを設けることは要求されない。

——金利について指導又は規制はない。

——居住者又は非居住者との間のカレンシー・スワップ又は金利スワップについて規制はない。

——引受手数料その他の手数料に関する指導はない。

——債権の額面金額の上限、下限はない。

——満期の制限はない(ただし、五年以上)。

——記名式であることは要求されない。

——譲渡性に関する制限はない。

——債権を販売できる国に関する制限は(当該国による規制を除き)存在しない。また、日本の国外での債権の配分について制限はない。」

(前掲『第二二回大蔵省証券局年報』五六頁)。

(20) 日経新聞昭和六〇年二月二〇日。

(21) 前掲『海外資金調達』四二—四三頁。

(22) 日経新聞昭和五九年九月五日。

(23) 日経新聞昭和五九年七月一九日。

(24) 日経新聞昭和六二年六月一四日。

(25) 日経新聞昭和六三年一月六日「大機小機」。

(26) 日経新聞昭和六三年一月七日。

有担保主義の動揺と「信用」問題 (一)

- (27) 日経新聞昭和五九年一月九日、同新聞昭和五九年一月一日四日夕刊。
- (28) 日経新聞昭和五九年一月一日四日夕刊によれば、「担保の付いていない社債を世に送り出すわけだから、収益性、信用度などの点からみて、『超一流企業』のお墨付きを得るようなものである。神谷克郎専務は『日本の企業が無担保普通社債を発行する道もあることを示したかった』とバイオニア精神をのぞかせる」としている。
- (29) 完全無担保普通社債についての適債基準は昭和四四年三月に決められたものの、その財務制限条項については受託銀行が決定を延ばしていた。後の昭和五九年一月二日に至って、無担保転換社債の財務制限条項を基礎に作成されたのである（日経新聞昭和五九年一月一日五五）。その内容についてはVで述べる。
- なお、普通社債の発行条件は毎月の「起債会」によって機械的に決定されねばならなかったが、TDKの無担保普通社債によってその硬直性が打破され、「起債会」離れを起こしたとされる（日経新聞昭和六〇年一月二二日「底流」）。
- (30) 日経新聞昭和六二年九月一〇日。
- (31) コマーシャル・ペーパー（CP）については、川村雄介『CPⅡコマーシャル・ペーパー』、および、同「国内コマーシャル・ペーパーの創設」商事法務一三二二号一二頁以下、天谷知子『動き出したCP』に詳しい。
- (32) 短期金融市場の形成過程については、日本経済新聞社編『短期金融市場』（現代の公社債市場3）一九一三一頁。また、昭和五〇年代以降の市場の拡大要因を、同書三三三三七頁は詳しく挙げている。
- (33) 川村・前掲書一四頁所掲「産業金融問題小委員会」報告、および一六三一―一六四頁所掲「産業金融調査委員会提案」。日経新聞昭和六三年一月一八日（Monday Nikkei）三四―三五面。
- (34) CD（譲渡性預金）も法律構成上は無担保である（前掲『短期金融市場』二八頁参照）が、CDとCPとは現実の機能の面で全く異っており、本稿で問題とする「無担保化」はCDについて論ずる意義は少い。
- (35) 川村・前掲書一四頁（同・前掲論文一五頁）所掲「産業金融問題小委員会」報告。
- (36) 川村・前掲書一一―一三頁所掲「表」参照。
- (37) その詳細は、川村・前掲書一〇―一五頁、同・前掲論文一五頁。
- (38) 大蔵省が、「海外のCP・CD取扱いのルール」をまとめたのは、昭和五七年三月三十一日であるが、販売開始が二年遅れたのは、当時の円安による資本流出を防ぐことと、実質円建による取扱い（海外CPの国内持込み）に関する銀行・証券の

論争の結果であるとされる（川村・前掲書一四八—一四九頁）。

(39) 二ヶ月後の五月の日米円・ドル委員会報告書では、その点を早速評価している（前掲『第二回大蔵省証券局年報』五五頁）。そうすると、この時点の解禁は、最終会合である五月の右日米円・ドル委員会に向けての、金融市場自由化の一つの表明であった、と推測されよう。なお、次註42参照。

(40) この海外C Pの自由化の経緯・問題点については、前掲『短期金融市場』二二三—二三八頁、川村・前掲書一三九—一五六頁に詳しい。

(41) この発行の事情は、日経新聞昭和六十二年九月一〇日、同新聞昭和六十二年一〇月八日、同新聞昭和六十二年一〇月二二日、同新聞昭和六十二年一一月三日、同新聞昭和六十二年一一月一七日、同新聞昭和六十二年一一月一九日、同新聞昭和六十二年一一月二一日、および他のコラム等で窺い知ることができよう。

(42) C P発行の解禁について、大蔵省は、早速、昭和六十二年一月の日米円・ドル委員会フォーアアップ会合で、金融・資本市場の自由化の実績として説明した（日経新聞昭和六十二年一月一三日）。

(43) 日経新聞昭和六十二年一〇月二三日、同新聞昭和六十二年一一月一九日。海外企業は当分の間日本国内でC Pの発行ができなため、であると同時に、国内C Pは印紙税などのコストが高く、国内企業に発行を認めるとユーロ円C Pにシフトするからである（日経新聞昭和六十二年一〇月二三日）。

その結果、同年一一月にスウェーデン輸出信用銀行が、民間では同年一二月にシティコップが、それぞれユーロ円C P発行の先鞭をつけた（日経新聞昭和六十二年一一月一三日）。

(44) 海外企業の日本市場でのC P発行である「サムライC P」については、商品形態および適格基準は国内C Pと同一であるが、日本で株式を上場しており、更に一定の財務基準を満たしていることが発行条件となる（日経新聞昭和六十二年一一月二一日）。

(45) C Pに関しては様々な角度からの批判が多いが、要点的確につくものとして、日経新聞昭和六十二年一二月七日城森倫雄氏、および、同新聞昭和六十二年一一月二二日「大機小機」、同新聞昭和六十二年一一月二六日「大機小機」、同新聞昭和六十二年一二月五日夕刊石田護氏、同新聞昭和六十二年一二月一日「大機小機」がある。

(46) 日経新聞昭和六十二年一一月二六日「大機小機」。

〔追記〕

本稿で扱っているテーマは何分現在のな問題であり、流動的な部分も少くない。そこで、脱稿後の動向を見ると、以下の点が新たな動きとして挙げられよう。

① 日本の金融自由化の促進を目的として昭和五八年一月に設置された、日米財務当局者合同アド・ホック・グループ「日米円・ドル委員会」が廃止され、新たに、世界の金融資本市場の諸問題を日米間で協議する「日米金融市場作業部会」が設置されることになった。これは、日米円・ドル委員会によって当初の目的が達成されたことと共に、両国の関心が、「世界の金融資本市場をどのように安定させるかに大きく移った」ことを意味している（日経新聞昭和六三年四月二二日）。日本経済は昭和五八年頃から或る新たな段階極面に入ってしまったものと見られるが、その中で、日米円・ドル委員会のわが国の金融資本市場の改革に果たした役割は極めて大きい。

② 通産省が、C P の発行基準の緩和として、

① 超優良企業一八一社に限っているC P 発行を上場企業クラスに認める、

② 発行額（現行一億円以上）を一千万円まで小口化し、期間（現行一―六ヶ月）を一週間単位にする、

③ 印紙税を定額方式にする、

などの点を産業構造審議会産業金融小委員会に諮問し、それに基づいてC P 発行の緩和を大蔵省に働きかけることにした（日経新聞昭和六三年四月二二日）。

なお、C P については、発行レベルでの問題性に留まらず、その流通市場としてはインターバンク市場参加者に限定されているため、金利・流通レートがその影響を受けて（インターバンク化）、C D と同じオープン市場商品として育てるという当初の想定とは異なる性格が出てきていることが指摘されている（日経新聞昭和六三年二月二六日、同新聞昭和六三年五月一日、同新聞昭和六三年五月三一日）。

③ 大蔵省が、C P の発行につき、本年一月（解禁一年後）より、「格付け」制度を導入する方針をとった（日経新聞昭和六三年五月四日）。発行残高が常時三兆円規模であり、四月末は四兆円（日経新聞昭和六三年五月一日）、五月末は四兆四千億円弱（日経新聞昭和六三年六月一日）と急成長していることと、適債基準緩和に対する産業界の要からである。

なお、既に、四月二五日、日本公社債研究所は、日立製作所、松下電器産業、日産自動車、北海道電力など二〇社のC P

の「試験的格付け」を開始した。ここでは、格付けの対象は、発行された個々のCPではなく、CPの発行枠とされた（日経新聞昭和六三年四月二六日）。

④ 法制審議会商法部会社債法小委員会が、①無担保社債についても、社債権者の多い場合には、社債権者保護のために、受託会社の設置を義務づける、他面、②受託会社の権限を制限し、受託会社の業務を社債の管理に限定する、という方針を固めた（日経新聞昭和六三年四月六日夕刊）。

⑤ 天谷知子『動き出したCP』（税務研究会出版局）が出版された。CCの内容・アウトラインが詳細かつ平易に解説されている。